

Comentario
a la Ley de los Mercados
de Valores y de los
Servicios de Inversión
Tomo I (arts. 1 a 121)

RAFAEL SEBASTIÁN QUETGLAS

ABEL B. VEIGA COPO
(DIRECTORES)

MARTÍN JORDANO LUNA
(COORDINADOR)

© Rafael Sebastián Quetglas y Abel B. Veiga Copo (Dir.), 2025
© ARANZADI LA LEY, S.A.U.

ARANZADI LA LEY, S.A.U.
C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
www.aranzadilaley.es
Atención al cliente: <https://areacliente.aranzadilaley.es/>

Primera edición: 2025

Depósito Legal: M-10377-2025
ISBN versión impresa (Obra completa): 978-84-1085-079-8
ISBN versión impresa (Tomo I): 978-84-1085-177-1
ISBN versión electrónica: 978-84-1085-080-4

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.
Printed in Spain

© ARANZADI LA LEY, S.A.U. Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, ARANZADI LA LEY, S.A.U., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a Cedro (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

ARANZADI LA LEY no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

ARANZADI LA LEY se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de ARANZADI LA LEY, S.A.U., es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

Índice General

Página

Índice General

Prólogo	17
----------------------	-----------

Introducción.....	19
--------------------------	-----------

Título I. Disposiciones Generales

Capítulo I. Objeto y ámbito de aplicación de la ley

Artículo 1. Objeto y contenido.....	25
--	-----------

Artículo 2. Instrumentos financieros sujetos a esta ley	40
--	-----------

Artículo 3. Ámbito de aplicación.....	61
--	-----------

Artículo 4. Grupo de Sociedades	74
--	-----------

Capítulo II. De los valores negociables

Artículo 5. Ámbito de aplicación.....	91
--	-----------

Artículo 6. Representación de los valores.....	97
---	-----------

	<u>Página</u>
Artículo 7. Documento de la emisión	117
Artículo 8. Entidades encargadas del registro contable y entidades responsables de administración de la inscripción y registro de los valores representados por medio de sistemas basados en tecnología de registros distribuidos	126
Artículo 9. Sistema de registro y tenencia de valores	137
Artículo 10. Constitución de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta o mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos	146
Artículo 11. Transmisión	158
Artículo 12. Constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes.....	178
Artículo 13. Legitimación registral y tracto sucesivo	196
Artículo 14. Certificados de legitimación.....	204
Artículo 15. Traslado de valores y regla de la prorrata.....	215

Título II. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

Capítulo I. Disposiciones Generales

Artículo 16. Naturaleza y régimen jurídico.....	225
Artículos 17 y 23	234
Artículo 17. Autonomía orgánica y funcional, e independencia en el ejercicio de sus funciones	234
Artículo 23. Recursos contra disposiciones y resoluciones de la CNMV	234
Artículo 18. Funciones de la CNMV	245
Artículo 19. Personal al servicio de la CNMV	257
Artículo 20. Presupuesto y control económico y financiero.	266

	<i><u>Página</u></i>
Artículo 21. Régimen interior de la CNMV y control interno	273
Artículo 22. Competencia normativa de la CNMV	279

Capítulo II. Organización

Artículos 24, 25, 26 y 27	295
Artículo 24. El Consejo de la CNMV.....	295
Artículo 25. Facultades del Consejo de la CNMV	296
Artículo 26. Funciones de las personas titulares de la presidencia y de la vicepresidencia de la CNMV	296
Artículo 27. El Comité Ejecutivo de la CNMV	297
Artículos 28, 29 y 30	304
Artículo 28. Mandato de la persona titular de la presidencia, de la persona titular de la vicepresidencia y de los consejeros y consejeras de la CNMV	304
Artículo 29. Cese de la persona titular de la presidencia, de la persona titular de la vicepresidencia y de los consejeros y consejeras de la CNMV	304
Artículo 30. Régimen de incompatibilidades.....	304
Artículos 31 y 32	307
Artículo 31. El Comité Consultivo de la CNMV	307
Artículo 32. Informe del Comité Consultivo.....	307
Artículo 33. Recursos económicos de la CNMV.....	310

Título III. Mercado primario de valores negociables

Capítulo I. Disposiciones generales

Artículo 34. Libertad de emisión.....	315
--	-----

	<u>Página</u>
Artículo 35. Obligación de publicar folleto informativo.....	333
Artículo 36. Obligaciones relativas a la colocación de determinadas emisiones.....	364
Artículo 37. Requisitos de información para la admisión a negociación en un mercado regulado.....	380
Artículo 38. Responsabilidad del folleto.....	394
Artículo 39. Responsabilidad en la aprobación del folleto.	423

Capítulo II. Emisiones de obligaciones u otros valores negociables que reconozcan o creen deuda

Artículos 40 y 41	429
Artículo 40. Exención de requisitos	429
Artículo 41. Ámbito de aplicación del sindicato de obligacionistas..	430

Título IV. Centros de negociación, sistemas de compensación, liquidación y registro de instrumentos financieros, obligaciones de información periódica de los emisores, obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera, de las ofertas públicas de adquisición y los asesores de voto

Capítulo I. Centros de negociación

Sección 1.^a Disposiciones comunes a los centros de negociación

Artículo 42. Centros de negociación	445
Artículo 43. Autorización	451
Artículo 44. Organismo rector.....	457
Artículo 45. Requisitos de organización y funcionamiento	466
Artículo 46. Normas sobre servicios de localización compartida, comisiones y variación mínima de cotización.....	474

	<u><i>Página</i></u>
Artículo 47. Sincronización de relojes comerciales	482
Artículos 48 y 49	487
Artículo 48. Mecanismos de gestión de volatilidad	487
Artículo 49. Conflictos de interés.....	487
Artículo 50. Acceso electrónico directo	492
Artículo 51. Acceso remoto	498
Artículo 52. Suspensión y exclusión de negociación por el organismo rector.....	502
Artículo 53. Supervisión del cumplimiento de las normas de los centros de negociación y de otras obligaciones legales.....	507
Artículo 54. Acuerdos con cámaras de compensación, sistemas de liquidación y depositarios centrales de valores	517
Artículo 55. Competencias de las Comunidades Autónomas en centros de negociación autonómicos	520
Artículo 56. Medidas preventivas.....	536

Sección 2.^a De los mercados regulados

Artículo 57. Autorización y supervisión por parte de la CNMV	543
Artículo 58. Requisitos de organización y funcionamiento para los organismos rectores de los mercados regulados	554
Artículo 59. Nombramiento de consejeros, consejeras y personal de alta dirección	565
Artículo 60. Participaciones en organismos rectores de los mercados regulados	582
Artículo 61. Requisitos de organización y funcionamiento para los mercados regulados.....	588
Artículo 62. Miembros de los mercados regulados	598

	<i><u>Página</u></i>
Artículo 63. Requisitos relativos a la admisión de instrumentos financieros a negociación	630
Artículo 64. Suspensión y exclusión de negociación de instrumentos financieros por la CNMV	645
Artículo 65. Exclusión de negociación voluntaria	652
Artículo 66. Derecho de los miembros a designar un sistema de liquidación.....	668
Artículo 67. Mercados regulados de ámbito autonómico.	673

Título V. Centros de negociación, sistemas de compensación, liquidación y registro de instrumentos financieros, obligaciones de información periódica de los emisores, obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera, de las ofertas públicas de adquisición y los asesores de voto

Capítulo I. Centros de negociación

Sección 3.^a De los sistemas multilaterales de negociación y de los sistemas organizados de contratación

Artículos 68 a 76	689
Artículo 68. Requisitos de organización y funcionamiento	689
Artículo 69. Normas reguladoras del acceso y obligaciones de información sobre los instrumentos financieros	690
Artículo 70. Información sobre su funcionamiento.....	690
Artículo 71. Responsabilidad de la información	691
Artículo 72. Asesor registrado.....	691
Artículo 73. Requisitos de organización y funcionamiento específicos para los SMN.....	691
Artículo 74. Reglas aplicables a las relaciones entre los miembros de los SMN y su clientela	692

	<u><i>Página</i></u>
Artículo 75. Requisitos de organización y funcionamiento específicos para los SOC.....	692
Artículo 76. Mercado de PYME en expansión	692
 Sección 4.^a Límites a las posiciones en derivados sobre materias primas	
Artículo 77. Límites a las posiciones y controles de la gestión de posiciones en derivados sobre materias primas.....	825
Artículo 78. Comunicación de las posiciones en derivados sobre materias primas, derechos de emisión o derivados sobre derechos de emisión por categoría de titulares de posiciones.	843
 Sección 5.^a Otras formas de negociación	
Artículo 79. Internalización sistemática.....	848
 Capítulo II. De los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores e infraestructuras de poscontratación	
Sección 1.^a Intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central y disposiciones relativas a la liquidación de valores	
Artículo 80. Intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central.....	867
Artículo 81. Liquidación de operaciones	877
Artículo 82. Liquidación de derechos u obligaciones de contenido económico asociados a los valores	886
 Sección 2.^a Disposiciones comunes a los depositarios centrales de valores y las entidades de contrapartida central	
Artículos 83 y 90	898
Artículo 83. Régimen jurídico y autorización de los depositarios centrales de valores y las entidades de contrapartida central.....	898

	<u>Página</u>
Artículo 90. Requisitos específicos de los depositarios centrales de valores.....	899
Artículo 84. Requisitos organizativos de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central	924
Artículo 85. Memoria, precios y comisiones de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central.....	934
Artículo 86. Estatutos sociales y reglamento interno de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central	945
Artículo 87. Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación.....	957
Artículo 88. Seguimiento y control del correcto funcionamiento de los sistemas de negociación, compensación, liquidación y registro de valores .	964
Artículo 89. Derecho de garantía financiera por anticipo de efectivo o valores	978
 Sección 1.^a Intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central y disposiciones relativas a la liquidación de valores	
Artículo 91. Participación en los depositarios centrales de valores	989
Artículo 92. Reglas aplicables en caso de concurso de una entidad participante en un depositario central de valores	996
 Sección 4.^a Disposiciones específicas para las entidades de contrapartida central	
Artículos 93 y 94	1007
Artículo 93. Requisitos de organización y funcionamiento de las entidades de contrapartida central	1007
Artículo 94. Acuerdos con otras entidades residentes y no residentes que gestionen sistemas de compensación y liquidación.....	1007
Artículos 95 y 97	1018

	<u><i>Página</i></u>
Artículo 95. Registro de contratos e instrumentos compensados ...	1018
Artículo 97. Miembros de las entidades de contrapartida central ...	1018
Artículo 96. Participación cualificada en las entidades de contrapartida central	1031
Artículo 98. Reglas aplicables en caso de recuperación, resolución, incumplimiento o concurso.....	1037

Capítulo III. Obligaciones de información periódica de los emisores

Artículo 99. Informe financiero anual.....	1053
Artículo 100. Informes financieros semestrales	1064
Artículos 101 a 104	1074
Artículo 101. Supuestos de no sujeción	1074
Artículo 102. Otras disposiciones.....	1075
Artículo 103. Otras obligaciones de información.....	1075
Artículo 104. Responsabilidad de los emisores	1076

Capítulo IV. Obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera

Artículo 105. Obligaciones del accionista y de los titulares de otros valores e instrumentos financieros	1081
Artículo 106. Obligaciones del emisor en relación a la autocartera	1111
Artículo 107. Medidas preventivas	1121

Capítulo V. De las ofertas públicas de adquisición

Artículos 108, 111 y 113	1125
---------------------------------------	------

	<i><u>Página</u></i>
Artículo 108. Oferta pública de adquisición obligatoria.....	1125
Artículo 111. Control de la sociedad	1125
Artículo 113. Otras disposiciones.....	1126
Artículo 109. Ámbito de aplicación	1146
Artículo 110. Precio equitativo.....	1161
Artículo 112. Consecuencias del incumplimiento de formular oferta pública de adquisición	1177
Artículo 114. Obligaciones de los órganos de administración y dirección .	1192
Artículo 115. Medidas de neutralización	1212
Artículo 116. Compraventas forzosas	1227
Artículo 117. Ofertas públicas de adquisición voluntarias	1241

Capítulo VI. Asesores de voto

Artículos 118 a 121	1257
Artículo 118. Asesores de voto	1257
Artículo 119. Código de Conducta.....	1257
Artículo 120. Informe anual.....	1258
Artículo 121. Conflictos de intereses.....	1259

Artículo 112. Consecuencias del incumplimiento de formular oferta pública de adquisición

1. Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título IX. Esta prohibición será también aplicable a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.

2. Se entenderá que incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales.

3. Serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en este artículo.

4. La CNMV estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

La CNMV podrá impugnar los acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad cotizada, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento de los mismos.

JAIME PEREDA ESPESO

Abogado. Uría Menéndez Abogados, S.L.P.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN; II. RÉGIMEN DE LA SUSPENSIÓN DE LOS DERECHOS POLÍTICOS POR EL INCUMPLIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN DE LANZAR UNA OPA OBLIGATORIA; 1. *Ámbito subjetivo de la suspensión*; 2. *Ámbito objetivo de la suspensión*; 2.1 Valores a los que se extiende la suspensión; 2.2 Concepto de derechos políticos afectados por la suspensión; 3. *Competencia para acordar la suspensión*; 4. *Momento a partir del cual opera la suspensión de los derechos políticos*; 5. *Recuperación de los derechos políticos suspendidos*; 6. *La nulidad de los acuerdos sociales*; III. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

El incumplimiento de la obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores desencadena dos tipos de reacciones por parte de la LMVSI. En primer lugar, es una infracción muy grave contemplada en el artículo 301.1.a) LMVSI (en consonancia con lo previsto en el artículo 301.2.a) LMVSI), que será objeto de las

sanciones previstas para este tipo de infracciones por el artículo 312 LMVSI. Y, en segundo lugar, genera las consecuencias previstas en el artículo 112 LMVSI, objeto del presente comentario. Ante la misma conducta —el incumplimiento de la obligación de formular una oferta por aquel al que le venga impuesta— el ordenamiento asocia dos reacciones compatibles entre sí y que están diseñadas para ser aplicadas de forma cumulativa: la imposición de una sanción administrativa por la comisión de una infracción muy grave y la suspensión de los derechos políticos recogida en el artículo 112 LMVSI y en el artículo 27 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el «**RD 1066/2007**» o el «**RD de Opas**»), que lo desarrolla. A la segunda de estas reacciones se dedica el presente comentario.

El artículo 112 LMVSI no traspone ninguna previsión concreta de la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (la «**Directiva 2004/25/CE**» o la «**Directiva de Opas**»). Su enlace con la norma comunitaria se encuentra en el artículo 17 de esta, que instruye a los Estados miembros a tomar cuantas medidas sean necesarias para garantizar la aplicación de las disposiciones de la Directiva de Opas. La suspensión de los derechos políticos es una de las medidas adoptas por el legislador español a tal fin.

El régimen de suspensión de derechos políticos ante el incumplimiento de la obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores tiene su antecedente legislativo en el artículo 40 del derogado Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el «**RD 1197/1991**»), texto reglamentario sobre el que pivotaba el régimen jurídico de las opas antes de la trasposición en España de la Directiva 2004/25/CE. Además, esta solución no es ajena a otros ámbitos del ordenamiento jurídico en los que también se recurre a la suspensión de los derechos políticos cuando se adquiere una participación significativa en sociedades que desarrollan determinadas actividades reguladas sin la previa autorización del organismo competente. Este es, entre otros, el caso de la adquisición de una participación significativa en una entidad de crédito española sin haber realizado la preceptiva notificación al Banco de España o con la oposición expresa de este (art. 20 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito) o el de la adquisición de una participación significativa en una empresa de servicios de inversión española sin haber realizado la preceptiva notificación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o con la oposición expresa de esta (art. 156 LMVSI).

Ante el incumplimiento de la obligación de formular una oferta obligatoria, el artículo 112 LMVSI impone al incumplidor una *sanción civil* automática y de grandísima trascendencia: le suspende el ejercicio de los derechos políticos de los valores de la sociedad afectada que le correspondan por cualquier título, derechos que solo podrá recuperar si formula una opa total en la que ofrezca una contraprestación calculada con arreglo a lo previsto para las opas de exclusión (art. 27.2 RD 1066/2007).

El artículo 112.2 LMVSI —y en términos similares el artículo 301.1.a) LMVSI— precisa que el incumplimiento sancionado con la suspensión de los derechos políticos no solo consiste en no presentar la oferta —que es el incumplimiento más *grosero*—, sino que también abarca el presentar la oferta fuera del plazo máximo establecido para ello o hacerlo con irregularidades esenciales.

La *sanción* contemplada en el artículo 112 LMVSI es coherente con el sistema de opa obligatoria total *a posteriori* diseñado por la Directiva de Opas, en el que la obligación de lanzar una opa surge para el que previamente haya alcanzado el control en la sociedad afectada —*i. e.*, un porcentaje, directa o indirectamente, igual o superior al 30 % de los derechos de voto o que, sin haber alcanzado dicha participación en los veinticuatro meses siguientes a la fecha de la adquisición, haya designado consejeros que, unidos a los que, en su caso, ya hubiere designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada (art. 4.1 RD 1066/2007)—. Por tanto, el incumplimiento tiene lugar después de haber alcanzado el control. Ante esta tesitura, la sanción tradicional que impone el ordenamiento civil por incumplimiento de una norma imperativa —la nulidad *ex art.* 6.3 CC— no es una alternativa viable. No es posible declarar la nulidad de las adquisiciones de acciones de la sociedad afectada que han determinado la toma de control por el adquirente-incumplidor. Y ello por el propio funcionamiento del sistema de opa obligatoria *a posteriori*, que permite la toma de control previa al lanzamiento de la opa; la adquisición de acciones que determina la toma de control de la sociedad cotizada es legítima y ajustada a derecho y el incumplimiento solo tiene lugar después de la toma de control. Entonces, ante la inobservancia por el adquirente del control de la obligación de formular la opa obligatoria *a posteriori*, el ordenamiento desencadena una reacción consistente en neutralizar totalmente la adquisición de control previa: suspende el ejercicio de todos los derechos políticos de los valores —fundamentalmente acciones, que son los valores que otorgan derechos políticos por antonomasia— de la sociedad afectada que corresponda ejercitar al adquirente-incumplidor, lo que le impedirán ejercitar el control adquirido. La suspensión afecta a todos los derechos políticos que corresponden a las acciones, pero es especialmente relevante la suspensión del derecho de voto. El control de una sociedad se adquiere a través del derecho de voto, por ello la obligación de lanzar una oferta obligatoria gira sobre la adquisición y atribución de los derechos de voto, y el derecho cuya suspensión tiene más trascendencia es, por tanto, este. Se puede así decir que se suspenden todos los derechos políticos de las acciones, pero, sobre todo, se suspende el derecho de voto. No obstante, el adquirente-incumplidor seguirá manteniendo los derechos económicos de todas las acciones de que sea titular. La reacción del ordenamiento jurídico es ponderada al incumplimiento producido. En vez de acudir a soluciones más extremas y de difícil ejecución, como podría haber sido excluirle de la sociedad cotizada o suspenderle todos los derechos sobre las acciones —políticos y económicos—, la respuesta de la LMVSI se limita a contrarrestar el control político adquirido, que es lo que está en la base de la obligación de formular la oferta.

Al margen de su contenido, existe una diferencia procedimental de gran trascendencia entre la sanción administrativa por la comisión de una infracción muy

grave y la *sanción civil* prevista en el artículo 112 LMVSI. En el primer caso, la imposición de la sanción administrativa solo tendrá lugar tras la tramitación del preceptivo procedimiento administrativo sancionador, mientras que en el segundo caso la suspensión de los derechos políticos funciona de forma automática a partir del momento en que se incumple la obligación de formular la opa —sobre esta cuestión nos detendremos con posterioridad—.

Por último, hay que resaltar que la suspensión de los derechos políticos está diseñada para el supuesto prototípico de las opas obligatorias cuando se alcanza el control, que tiene difícil cabida en el campo de los restantes tipos de opas: opas de exclusión (art. 11 RD 1066/2007), opas de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias (art. 12 RD 1066/2007) y opas voluntarias (art. 13 RD 1066/2007). La incardinación sistemática del artículo 112 LMVSI, el tenor literal del artículo 27 RD de Opas —que se refiere al incumplimiento de la obligación de lanzar una opa obligatoria cuando se alcanza el control por referencia al artículo 60.3 de la derogada Ley del Mercado de Valores de 1988— y, sobre todo, el propio fundamento de la suspensión de los derechos políticos, que tiene su justificación en el caso de quién ha incumplido una obligación resultante de la adquisición del control, apoyan esta interpretación. No obstante, hay supuestos en estas otras clases de opas en los que podría llegar a discutirse si las consecuencias del artículo 112 LMVSI son de aplicación. Piénsese, por ejemplo, en el caso del titular de acciones representativas de un 10 % del capital de una sociedad que decide promover una opa voluntaria total sobre la sociedad, que realiza el oportuno anuncio previo y que, posteriormente, incumple la obligación de formalizar la oferta pública de adquisición *ex artículo* 17.1 RD de Opas. Desde la publicación del anuncio previo, la oferta voluntaria es irrevocable (art. 30.1 RD 1066/2007) y, por tanto, el oferente tiene la obligación de presentar la solicitud de autorización de la opa en el plazo de un mes desde la publicación de aquel (art. 17.2 RD 1066/2007). Y, si no lo hace, habrá incumplido la obligación de formalizar la oferta pública de adquisición de valores a que viene obligado. A nuestro juicio, no obstante, en supuestos como este la reacción del ordenamiento jurídico debería circunscribirse a la imposición de las oportunas sanciones administrativas, sin que la suspensión de los derechos políticos debiera ser de aplicación.

II. RÉGIMEN DE LA SUSPENSIÓN DE LOS DERECHOS POLÍTICOS POR EL INCUMPLIMIENTO DE LA OBLIGACIÓN DE LANZAR UNA OPA OBLIGATORIA

1. ÁMBITO SUBJETIVO DE LA SUSPENSIÓN

El artículo 112.1 LMVSI delimita su ámbito de aplicación subjetivo por referencia a la titularidad o posesión de los valores que confieren los derechos políticos. La suspensión de los derechos políticos afecta, en primer lugar, a aquel que incumplió la obligación de promover la oferta obligatoria y se extiende a aquellos que actúen

en concierto con él (*ex art.* 5.1.b RD 1066/2007). Así lo recoge el artículo 112.1 LMVSI en coherencia con el sistema de atribución de derechos de voto previsto en el artículo 5 RD de Opas, con arreglo al cual se atribuyen a una misma persona los derechos de voto que corresponden a los que actúan en concierto con ella. Por tanto, incumplida la obligación de formular la opa, quedarán suspendidos los derechos políticos de las acciones que pertenezcan al accionista-incumplidor y a los que actúen en concierto con él.

El artículo 112 LMVSI también extiende la suspensión a los valores —fundamentalmente acciones, como luego veremos— «poseídos indirectamente» por el obligado-incumplidor. Aunque el artículo 112 LMVSI no precisa quiénes son aquellos a través de los que se poseen «indirectamente» los valores, una interpretación conforme con la sistemática del RD de Opas nos lleva a entender que se refiere a aquellos titulares de acciones cuyos derechos de voto se atribuyan al obligado a lanzar la oferta obligatoria distintos de los que actúen en concierto con él: las sociedades pertenecientes a su grupo y los miembros de sus órganos de administración (*ex art.* 5.1.a RD 1066/2007) y a aquellos que actúen como persona interpuesta (*ex art.* 5.1.d RD 1066/2007) del obligado-incumplidor.

Todo lo anterior se aprecia con claridad cuando los valores titularidad del que actúa en concierto con el obligado-incumplidor, de las sociedades pertenecientes a su grupo y de aquellos que actúen como persona interpuesta de aquel son acciones, ya que estas son los valores a los que se refiere el artículo 5.1 RD de Opas al establecer el sistema de atribución de derechos de voto —principal derecho político— que determina si se ha rebasado el umbral de control —*i. e.*, este artículo atribuye a una persona los derechos de voto correspondientes a las acciones y no a otros valores—. Así, el artículo 112 LMVSI suspende los derechos políticos de las acciones titularidad de terceros cuyos derechos de voto se atribuyen al accionista incumplidor por el artículo 5.1.a), b) y d) del RD de Opas —el supuesto del artículo 5.1.c) RD de Opas lo trataremos al analizar el ámbito objetivo de la suspensión—. La cuestión es más compleja cuando los valores cuyos derechos políticos se suspenden no son acciones, sino, por ejemplo, obligaciones convertibles, ya que en este caso no se puede recurrir a la lógica sistemática del artículo 5.1 RD de Opas. No obstante, la literalidad del artículo 112 LMVSI —que nos habla de «valores» y no de «acciones», como luego veremos— y su finalidad sancionadora y desincentivadora del incumplimiento nos lleva a concluir que la solución debe ser la misma. Por tanto, incumplida la obligación de formular la opa, la suspensión de los derechos políticos en relación con valores distintos de las acciones también se extiende a los que actúan en concierto con el obligado-incumplidor, a las sociedades pertenecientes a su grupo y a aquellos que actúen como persona interpuesta del obligado titulares de aquellos valores. Y ello con independencia de que los derechos de voto de estos otros valores —como será el derecho de voto en la asamblea general de obligacionistas correspondiente a las obligaciones convertibles— no se atribuyan al obligado-incumplidor por el RD de Opas.

2. ÁMBITO OBJETIVO DE LA SUSPENSIÓN

2.1 Valores a los que se extiende la suspensión

De acuerdo con el tenor literal del artículo 112 LMVSI, el obligado-incumplidor «no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título». La referencia a «valores» de la sociedad afectada, término más amplio que el de acciones —al que se circunscribía el régimen de suspensión del RD 1197/1991—, lleva a concluir que la suspensión no solo afecta a los derechos políticos correspondientes a estas, sino también a otros «valores» de la sociedad afectada en la medida que otorguen derechos de naturaleza política. Esto viene reforzado por la mención que hace el párrafo segundo del artículo 27.1 RD de Opas a la suspensión del derecho de asistir y votar en las «Asambleas Generales», distinguiendo estas de las «Juntas Generales» de accionistas. Las «Asambleas Generales» a que se refiere el citado párrafo no pueden ser otras que las de obligacionistas (arts. 422 a 427 TRLSC) a las pueden asistir y en las que tienen derecho a votar los titulares de obligaciones convertibles.

La extensión de la suspensión a otros valores distintos de las acciones, como son las obligaciones convertibles, tiene una justificación cuando menos discutible, ya que el control determinante de la obligación de formular una opa se articula sobre la adquisición y atribución de derechos voto en la sociedad cotizada y los únicos valores que otorgan derecho de voto en la junta general de accionistas son las acciones. Siendo esto así, la suspensión de los derechos políticos correspondientes a las acciones es coherente con el sistema, ya que impide el ejercicio del control sobre la sociedad afectada por aquel que incumple la obligación de formular la oferta obligatoria. Sin embargo, que se suspendan los derechos políticos de las obligaciones convertibles cuando su mera adquisición no puede determinar la obligación de formular una opa (art. 5.4.II RD 1066/2007) y su suspensión no facilita neutralizar el ejercicio del control sobre la sociedad afectada —el derecho de voto en la asamblea general de obligacionistas tiene, al menos en situaciones de normalidad, poca incidencia sobre el control de la sociedad emisora— tiene difícil justificación, salvo que la finalidad de la medida extensiva sea reforzar su función sancionadora y desincentivadora del incumplimiento.

De esto se desprende con claridad que la suspensión afecta en primer lugar y, sobre todo, a las acciones de la sociedad afectada, principal fuente de los derechos políticos en una sociedad cotizada y valor que otorga su control. No obstante, también afectará, en la medida en que tienen que ser objeto de la opa obligatoria (*ex art.* 3.2 RD 1066/2007) (i) a las acciones sin voto de la sociedad afectada que en el momento del incumpliendo de la obligación de formularse la opa tengan derecho de voto y (ii) a las obligaciones convertibles y canjeables que también tienen algún derecho político, como el referido derecho de asistir y votar en la asamblea general de obligacionistas. Aunque el artículo 112 LMVSI habla de «valores de la sociedad afectada» en general, a nuestro juicio la suspensión solo afecta a los valores de la sociedad cotizada que deban necesariamente ser objeto de la opa y no a otros valores,

como pueden ser las obligaciones simples que, aunque tengan los mismos derechos políticos de asistir y votar en la asamblea general de obligacionistas, no tienen ni pueden ser objeto de la oferta.

La suspensión no solo afecta a los derechos políticos derivados de valores titularidad del obligado, sino también a los de los valores «cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título» (art. 112.1 LMVSI). Así, por ejemplo, también serán objeto de suspensión los derechos políticos que el obligado pueda ejercitar en virtud de usufructo o de una prenda con cesión de los derechos políticos al acreedor pignoraticio o los que pueda ejercitar de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por el titular (art. 5.1.c RD 1066/2007).

Por último, hay que destacar que la suspensión no solo afecta a las acciones titularidad del incumplidor por encima del umbral de control —*i. e.*, 30 % de los derechos de voto de la sociedad—, sino a *todas* las que posea o pueda ejercitar y aunque las hubiese adquirido con anterioridad o posterioridad a la toma de control determinante de la obligación de promover la oferta. Téngase en cuenta que el RD de Opas no impide al obligado a formular la opa adquirir nuevas acciones de la sociedad afectada tras el incumplimiento, pero los derechos políticos de estas últimas quedarán suspendidos en virtud de artículo 112 LMVSI. Esto es un cambio sustancial respecto del régimen previsto en el artículo 40 RD 1197/1991, en el que la suspensión solo afectaba a las acciones adquiridas en exceso del umbral de opa.

2.2 Concepto de derechos políticos afectados por la suspensión

Como ya hemos apuntado, la suspensión de derechos no afecta a toda la posición de socio, sino que se circunscribe a la vertiente política que es la que otorga el control. Por eso, el obligado-incumplidor conservará los derechos económicos que le corresponden como accionista: el derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales —*i. e.*, el derecho al dividendo— y en el patrimonio resultante de la liquidación (art. 93.a TRLSC). En términos equivalentes, si los valores afectados por la suspensión fuesen obligaciones convertibles, el obligado-incumplidor titular de estas mantendrá el derecho al cobro de los intereses, al reembolso del principal y a la entrega de las acciones en el caso de conversión, sin perjuicio de que los derechos políticos correspondiente a estas queden suspendidos si en el momento de la conversión el incumplimiento de formular la oferta persiste.

El párrafo segundo del artículo 27.1 RD de Opas contiene una enumeración de lo que deben considerarse derechos políticos a los efectos de la suspensión. De esta forma, la norma reglamentaria, como ya hacía el RD 1197/1991, evita, en gran medida, las dudas interpretativas que se pudiesen plantear sobre esta cuestión, dotando a la disposición de claridad y precisión en una cuestión de tanta trascendencia.

a) *Los derechos de asistir y votar en las juntas y asambleas generales.* El derecho de asistir y votar en las juntas generales se encuentra en la base de la condición de accionista y está expresamente previsto en el artículo 93.c) TRLSC. Por tanto, el

incumplidor se verá suspendido en estos derechos básicos de todo accionista, sin que pueda participar ni votar en las juntas generales de accionista que la sociedad afectada celebre tras el incumplimiento de la obligación de formular la oferta. Como ya hemos venido apuntando, la suspensión del derecho de voto es el eje de la medida prevista por el artículo 112 LMVSI. La obligación de formular una opa gira sobre la adquisición y atribución del derecho de voto, ya que este es el que permite controlar una sociedad —entiéndase, *mandar*— y, por tanto, ante el incumplimiento de la obligación de formular la oferta total *a posteriori*, la LMV reacciona neutralizando el control —impidiendo que el incumplidor *mande* en la sociedad afectada— y, para ello, le suspende el derecho que da el control: el derecho de voto. Sin derechos de voto no podrá controlar la sociedad afectada y, por tanto, su posición como accionista quedará en un *limbo* del que solo podrá salir lanzando la oferta que había evitado o revendiendo todas las acciones de la sociedad afectada que posea.

Como ya hemos apuntado, el mismo régimen será de aplicación al derecho de asistir y votaren las asambleas generales de obligacionistas que corresponde a los titulares de obligaciones convertibles.

b) *El derecho de información*. El derecho de información es otro de los derechos políticos fundamentales de los accionistas y así viene contemplado en el artículo 93.d) TRLSC. Su contenido viene recogido en el artículo 197 TRLSC con las particularidades que para las sociedades cotizadas establece el artículo 520 TRLSC. Ante el incumplimiento de la obligación de promover la oferta, este derecho también quedará suspendido, aunque su relevancia a la hora de neutralizar el ejercicio del control por el incumplidor sea secundario.

c) *El derecho de suscripción preferente*. El derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones y de obligaciones convertibles en acciones viene recogido entre el catálogo de derechos del socio contenido en el artículo 93.b) TRLSC. Es clásica la configuración de este derecho como de naturaleza mixta, política y económica. Y, ante esta situación, el RD de Opas clarifica la cuestión a los solos y exclusivos efectos de la suspensión prevista por el artículo 112 LMVSI, considerando el derecho de suscripción preferente como un derecho político afectado por esta medida. No trata expresamente el artículo 27 RD de Opas qué sucede ante un aumento de capital liberado y si el accionista-incumplidor podrá ejercitar el derecho de asignación gratuita. Algún autor que ha tratado la cuestión se ha manifestado afirmativamente sobre la base de que el derecho de asignación gratuita no está expresamente incluido en la lista de derechos políticos suspendidos por el artículo 27.1.II RD de Opas y de que en este derecho prima la vertiente económica sobre la política¹. A nuestro juicio, la cuestión no es clara, y menos si atendemos a la cláusula de cierre que incluye el citado artículo y que determina que la suspensión abarca a todos los derechos que no tengan un contenido «exclusivamente» económico.

1. DEL CAÑO PALOP: «Suspensión de derechos políticos», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 30, 2008, página 26.

Respecto de las obligaciones convertibles no se plantea esta cuestión, ya que estas no tienen derecho de suscripción preferente ni en la emisión de nuevas acciones ni en la emisión de obligaciones convertibles.

d) *El derecho de formar parte de los órganos de administración de la sociedad.* Este derecho no se menciona en la lista de derechos que corresponden al socio conforme al artículo 93 TRLSC. Ser accionista no da derecho *per se* a formar parte del consejo de administración de la sociedad cotizada, ya que en última instancia esto dependerá del porcentaje de participación que el accionista tenga en la sociedad y de la distribución total del accionariado. No obstante, el accionista con vocación de control de una sociedad tiene la expectativa de acceder al órgano de administración, ya que es a través de este como se controla su gestión de forma efectiva. Y, por tanto, la suspensión del derecho a formar parte del órgano de administración de la sociedad se incardina perfectamente en el objetivo de la norma de impedir que el obligado-incumplidor ejerza el control de la sociedad afectada. La suspensión de los derechos de voto en la junta general, junto con impedir el acceso al órgano de administración, son las dos medidas centrales del sistema de suspensión de derechos políticos en su objetivo de neutralizar la toma de control.

En lo que aquí nos atañe, la suspensión del derecho de formar parte de los órganos de administración de la sociedad afectada impide al obligado-incumplidor ejercitar el derecho de representación proporcional (art. 243 TRLSC) para designarse consejero o ser nombrado por vía de cooptación (arts. 244 y 529 decies TRLSC). En cuanto a la designación de consejeros por acuerdo de la junta general, esta suspensión no hace sino reforzar lo que ya viene determinado por la suspensión del derecho de voto. Como los consejeros los nombra, con carácter general, la junta general de accionistas, si tiene suspendidos los derechos de voto el obligado-incumplidor no podrá designarse consejero ejercitado su derecho de voto en la junta. Tampoco será posible que el obligado-incumplidor sea designado consejero con los votos de terceros accionistas. En el caso de que el obligado-incumplidor ya fuese consejero en el momento en que sea efectiva la suspensión de derechos políticos, cesará en el cargo de forma automática.

e) *El derecho de impugnar los acuerdos sociales.* Este es otro de los derechos del accionista enumerado por el artículo 93 TRLSC (letra c). Con carácter general, los accionistas titulares del uno por mil del capital social tienen legitimación para impugnar los acuerdos de la junta general de accionistas y del consejo de administración (arts. 206 y 251 TRLSC en relación con el art. 495.2.b TRLSC). El obligado-incumplidor, cuya participación en el capital social de la sociedad afectada será siempre superior al mínimo indicado, verá suspendido su derecho a impugnar los acuerdos sociales de la sociedad afectada. Esta medida más que neutralizar el ejercicio del control sobre la sociedad va a impedir al obligado-incumplidor interferir en su gestión.

La suspensión del derecho a impugnar los acuerdos sociales de la sociedad afectada tiene como excepción que el acuerdo social sea contrario a la Ley. Así, el

accionista-incumplidor no podrá impugnar los acuerdos sociales sobre la base de que sean contrarios a los estatutos, al reglamento de la junta o del consejo de administración de la sociedad o que lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o terceros (arts. 204.1 y 251.2 TRLSC), pero cuando la impugnación tenga como base que el acuerdo social sea contrario a la Ley, la suspensión del derecho a impugnar los acuerdos sociales cede. Esta excepción tiene su justificación en que es de interés general que los acuerdos contrarios a la Ley sean declarados ineficaces y aunque para ello haya que contar con la colaboración del accionista-incumplidor. No obstante, es oportuno indicar que esta excepción supone una limitación de gran calado a la eficacia de la suspensión del derecho a impugnar acuerdos sociales, ya que es muy amplio el abanico de casos en que de una forma u otra la infracción de la Ley estará en la base de la impugnación de los acuerdos sociales.

Por último, hay que señalar que la suspensión tampoco afecta a la facultad que tendrá el obligado-incumplidor de impugnar acuerdos sociales de la junta general de accionistas en la que se le haya impedido asistir y ejercitar el derecho de voto cuando a su juicio la suspensión de estos derechos por la sociedad no se haya ajustado a derecho —porque a su juicio no haya incumplido la obligación de formular la opa—. Cualquier otra solución sería contraria al derecho a tutela judicial efectiva (art. 24 CE).

f) *Todos aquellos que no tengan un contenido exclusivamente económico.* Esta mención del art. 26.1.II RD de Opas es una cláusula de cierre de la que, *a sensu contrario*, se desprende con claridad que la posición de socio obligado a formular la oferta va a quedar limitada mientras dure la suspensión de derechos a la vertiente estrictamente patrimonial. Además, la expresión «contenido exclusivamente económico» dota al concepto de derechos políticos de una gran *vis atractiva*, ya que son pocos los derechos respecto de los que se puede decir que su contenido sea «exclusivamente» económico. Sin hacer un repaso de todos los derechos que tiene un accionista de una sociedad cotizada, son ejemplos de derechos que quedarán suspendidos en virtud de esta cláusula de cierre el derecho a pedir al consejo de administración la convocatoria de una junta general de accionistas (art. 168 TRLSC) o el derecho a complementar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdos (arts. 172 y 519 TRLSC).

3. COMPETENCIA PARA ACORDAR LA SUSPENSIÓN

La suspensión de los derechos políticos opera de forma automática desde que se produce el incumplimiento de lanzar la oferta obligatoria. Es una consecuencia que opera *ope legis*, que se debe aplicar desde el momento en que se tenga conocimiento del incumplimiento y sin que sea necesaria una previa declaración de la CNMV. A esta conclusión nos lleva tanto la dicción literal del artículo 112.1 LMVSI como la propia génesis del precepto original. El Anteproyecto de Ley de la Ley de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores —que era la vigente en aquel momento—, que traspuso la Directiva de Opas preveía inicialmente la facultad

de la CNMV de acordar la suspensión de los derechos políticos, facultad que no se incorporó al texto finalmente aprobado.

Será la propia sociedad cotizada la que, en primer lugar y de forma automática, tenga que aplicar la medida, pero si ella no lo hace cualquier socio o consejero podrá exhortarla a hacerlo. Podrán apreciarla también otras instancias que tengan conocimiento del incumplimiento como podría ser el Registro Mercantil. Un ejemplo de esto fue la negativa del Registrador Mercantil de Barcelona de inscribir un acuerdo de cese y nombramiento de administradores aprobado por junta general de accionistas de La Seda de Barcelona, S.A. con el voto necesario de un socio que había adquirido una participación del 57,5 % sin haber formulado previamente la preceptiva opa —supuesto que acaeció bajo la vigencia del RD 1197/1991 en el que la opa obligatoria tenía que formularse con carácter previo a la adquisición—. El Registrador Mercantil entendió que el socio tenía los derechos políticos suspendidos y que los acuerdos así adoptados eran nulos y procedió a denegar la inscripción. La calificación negativa fue confirmada mediante resolución de la DGRN de 28 de diciembre de 1992.

La aplicación automática de la suspensión de los derechos políticos no planteará grandes problemas cuando el incumplimiento sea notorio, como será el caso en que un tercero adquiere directamente acciones que otorguen más del 30% de los derechos de voto de la sociedad afectada, ya que esta es una situación que difícilmente pasará desapercibida. Pero habrá otros supuestos en los que la toma de control de la sociedad afectada no sea tan evidente. Piénsese, por ejemplo, en el supuesto en que se haya rebasado el umbral de control como consecuencia de una actuación concertada que no se haya hecho pública. En estos casos no será extraño que la sociedad no tenga conocimiento del incumplimiento hasta que la CNMV no lo ponga de manifiesto. En este sentido, no se puede dejar apuntar que, tanto bajo el anterior régimen de opas como bajo el actual y con independencia de lo notorio que haya sido el incumplimiento, la CNMV ha tradicionalmente actuado adoptando algún tipo de resolución relativa a la suspensión de los derechos políticos, bien «acordándola» bien «declarándola». Así, en relación con el incumplimiento de la obligación de formulación de una opa sobre Inbesós, S.A., el 17 de octubre de 2008 la CNMV publicó la decisión de su consejo de administración de «acordar» la suspensión de los derechos políticos correspondientes a las acciones pertenecientes a los incumplidores y de suspender a determinados consejeros designados por ellos. Esta forma de proceder de la CNMV «declarando» o «acordando» la suspensión no es ciertamente coherente con nuestra lectura del artículo 112 LMVSI de que la suspensión opera *ope legis* sin necesidad de intervención de autoridad alguna.

Asimismo, hay que advertir que el carácter automático de la suspensión no ha sido la opinión que han mantenido algunos pronunciamientos judiciales dictados durante la vigencia del RD 1197/1991 en los que, de forma confusa y a veces un tanto contradictoria, parece desprenderse que la intervención previa de la CNMV es necesaria para que opere la suspensión de los derechos políticos. En este sentido se pronunció la Audiencia Nacional en un auto de 3 de enero de 2001 —dictado en el marco de la suspensión de los derechos políticos correspondientes a las acciones

que Electrabel, S.A., había adquirido en Hidrocantábrico, S.A., parcialmente junto con Texas Utilities Company (TXU Corp.), sin promover la opa previa obligatoria—al entender que la suspensión de los derechos políticos era una medida cautelar a adoptar por la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión, inspección y sanción. Asimismo, el Tribunal Supremo en su sentencia de 9 de febrero de 2009—dictada en el marco de la suspensión de los derechos políticos correspondientes a la participación de Bami, S.A. Inmobiliaria de Construcciones y Terrenos en Metrovacesa, S.A.—siguiendo un razonamiento no muy claro acaba concluyendo que «la suspensión de los derechos políticos entra dentro de las potestades de supervisión que la Ley atribuye a la CNMV» (FJ cuarto).

4. MOMENTO A PARTIR DEL CUAL OPERA LA SUSPENSIÓN DE LOS DERECHOS POLÍTICOS

La suspensión de los derechos políticos opera desde el momento en que surge la obligación de formular la opa obligatoria, *i. e.*, desde que se toma el control de la sociedad cotizada adquiriendo acciones que confieren un 30 % o más de sus derechos de voto o designando a más de la mitad de los miembros de su órgano de administración. Acaecido alguno de estos supuestos, el obligado deberá publicar el correspondiente anuncio previo de forma inmediata (artículo 16.1 RD 1066/2007) y presentar la solicitud de autorización durante el mes siguiente (artículo 16.1 RD 1066/2007). Por tanto, transcurrido el mes desde la toma de control sin que se haya formulado la opa, operará la suspensión de los derechos políticos.

En el caso particular de las tomas de control indirectas o sobrevenidas (art. 7 RD 1066/2007), la obligación de formular la opa no surge hasta que no hayan transcurrido tres meses desde que haya acaecido la referida toma de control y, por tanto, hasta ese momento no opera la suspensión.

El régimen diseñado por el RD de Opas impide que mientras haya riesgo de incumplimiento por el obligado a lanzar la opa obligatoria este pueda ejercitar el control adquirido. Así, su artículo 32.2 prevé que hasta que la oferta obligatoria no sea autorizada —nótese que es un momento posterior al del mero lanzamiento de la opa— ni el oferente ni los que actúen concertadamente con él podrán ejercitar los derechos políticos correspondientes a sus acciones en exceso del umbral de control ni designar a ningún miembro adicional del órgano de administración. Sin embargo, una vez incumplida la obligación de lanzar la opa obligatoria, la suspensión para ejercitar los derechos políticos no solo afectará al *exceso* sobre el 30 %, sino también a los derechos correspondientes a *todos* los valores.

5. RECUPERACIÓN DE LOS DERECHOS POLÍTICOS SUSPENDIDOS

De acuerdo con el artículo 27.2 RD de Opas —en términos similares a lo previsto en el RD 1197/1991— solo se podrán recuperar los derechos políticos suspendidos en dos supuestos alternativos entre sí:

a) *Formulación de una opa sanadora*: si se formula una opa sobre la totalidad de los valores de la sociedad afectada en la que el precio se fije de acuerdo con los criterios previstos en el artículo 10 RD de Opas para las ofertas de exclusión.

b) *Obtención del consentimiento unánime del resto de los accionistas*: si se obtiene el consentimiento «unánime» del resto de los titulares de los valores de la sociedad afecta manifestado «individualmente».

Dado lo improbable de que el segundo de estos supuestos ocurra en la práctica —nótese que no es suficiente con el acuerdo de la junta, sino que el acuerdo debe ser «unánime» y manifestado «individualmente» por el resto de los socios— vamos a centrarnos en el primero de ellos. La suspensión de derechos políticos se va a mantener *sine die*, salvo que el obligado-incumplidor promueva la opa que evitó formular en su día. Esta oferta, como todas las obligatorias, tiene que ser total y, por tanto, dirigirse a todas las acciones de la sociedad afectada y al resto de los valores a los que las opas tienen que dirigirse conforme al artículo 3.2 RD de Opas —acciones sin voto que tengan derecho de voto en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, derechos de suscripción de acciones y obligaciones convertibles y canjeables en acciones de la sociedad afectada—. Hasta aquí, la opa obligatoria que debió lanzarse inicialmente y la opa *sanadora* son iguales. La diferencia principal entre ambas reside en que, mientras la primera tendría que haberse lanzado a precio equitativo (*ex art.* 9 RD 1066/2007), en la segunda la contraprestación deberá calcularse con arreglo a los criterios fijados para las opas de exclusión. Y, por tanto, la contraprestación ofrecida en la opa *sanadora* no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia de los métodos de valoración a que se refiere el párrafo 5 del artículo 10 RD de Opas. Esta forma de calcular la contraprestación en la opa *sanadora* tiene una finalidad protectora de los accionistas a los que se privó de la opa inicial obligatoria y parte de la presunción de que el cálculo del precio en las opas de exclusión es el más garantista para ellos. No obstante, esta forma de cálculo de la contraprestación no está exenta de problemas. El artículo 27.2 RD de Opas no precisa el momento que debe considerarse para calcular el precio de la opa *sanadora*, lo que es muy relevante, ya que el tiempo que medie entre la fecha de la opa *sanadora* y la fecha de la opa que se evitó puede ser más o menos largo. La falta de mención puede llevar a concluir que habrá que atender a la fecha de lanzamiento de la opa *sanadora* y que, por tanto, la contraprestación ofrecida, al menos teóricamente, podría ser superior, inferior o igual a la que le hubiera correspondido a la oferta que no llegó a lanzarse. Piénsese, por ejemplo, en el supuesto de que el obligado adquiere el control comprando el 40 % de las acciones de una sociedad con una prima del 50 % sobre el precio de cotización y que incumple la obligación de lanzar la opa obligatoria. Si con posterioridad no adquiere más acciones de la sociedad afectada y dieciocho meses después decide lanzar la opa *sanadora*, como la adquisición que dio lugar a la toma de control no está dentro del plazo de los doce meses anteriores al anuncio de opa *sanadora*, la contraprestación ofrecida en esta oferta se determinará con arreglo a los criterios del artículo 10.4 RD de Opas, que pueden arrojar como resultado que la contraprestación de la opa *sanadora* fuese inferior a la que hubiera correspondido a

la oferta que no se llegó a lanzar. Llegado el caso, esta anomalía solo podría evitarse haciendo una interpretación finalista del precepto, pero la solución a esta cuestión tendría que haber sido que el artículo 27.2 RD de Opas hubiese establecido que la contraprestación de la opa *sanadora*, sin perjuicio de la aplicación del régimen de las opas de exclusión, no puede ser inferior a la que hubiese correspondido a la opa cuyo obligado lanzamiento se incumplió.

El artículo 27.3 RD de Opas contempla el supuesto en el que obligado-incumplidor dispone de los valores de la sociedad afectada y evita la opa *sanadora*. Si la venta es de todos los valores de la sociedad afecta poseídos por el obligado-incumplidor, la suspensión de los derechos políticos, como no puede ser de otro modo, dejará de aplicarse. Y, aunque el artículo 27.3 RD de Opas no lo disponga expresamente, hay que entender que queda liberado de la obligación de formular la opa obligatoria. El referido artículo aclara dos cuestiones. En primer lugar, que la enajenación de los valores por el obligado-incumplidor no impedirá que se le apliquen las sanciones administrativas correspondientes a la infracción cometida. La infracción administrativa muy grave (*ex arts. 301.1.a y 301.2.a LMVSI*) fue cometida y la enajenación no sana este hecho. En segundo lugar, que si la enajenación no comprende todos los valores poseídos por el obligado-incumplidor, la suspensión de los derechos políticos seguirá aplicándose respecto de los que retuvo. La norma habla de «valores» y no de «acciones» de la sociedad afectada, lo que es consistente con el ámbito objetivo de la suspensión de los derechos políticos. Por tanto, la mera venta de las acciones de la sociedad afectada poseídas por el obligado-incumplidor no hace que recupere los derechos políticos correspondientes a otros valores de la sociedad afectada que haya retenido; mientras no venda estos últimos, seguirá teniendo suspendidos los derechos políticos, aunque ya no sea accionista de la sociedad afectada.

El artículo 27.3 RD de Opas concluye con una norma antifraude que, *a sensu contrario*, dispone que el adquirente de los valores revendidos por el obligado-incumplidor no podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a los valores adquiridos si mantiene con el transmitente alguno de los vínculos contemplados en los artículos 5 y 6 de RD de Opas.

6. LA NULIDAD DE LOS ACUERDOS SOCIALES

El artículo 112.3 LMVSI dispone la nulidad de los acuerdos adoptados por la junta general de accionistas o por el órgano de administración de la sociedad afectada cuando para la constitución del órgano correspondiente o la adopción del acuerdo social hubiese sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos. Si los valores cuyos derechos estén suspendidos no hubieran sido determinantes en la constitución del órgano o en la aprobación del acuerdo, este no estará afectado por el vicio de nulidad.

Con carácter general, esta declaración de nulidad no debería tener mucha incidencia práctica, ya que al estar suspendidos los derechos políticos y operar la suspensión de forma automática es extraño que las acciones de que se trate participen

en la adopción de acuerdos sociales. La virtualidad práctica de esta declaración de nulidad entrará en juego en aquellos supuestos en que no sea evidente o la sociedad no conozca que no se ha incumplido la obligación de formular una oferta obligatoria en el momento de adoptarse el acuerdo social (piénsese, por ejemplo, en un supuesto de actuación concertada que solo se conoce tras la adopción del acuerdo social).

Al margen de las personas que están legitimadas con carácter general para impugnar los acuerdos de la junta general de accionistas (art. 206 TRLSC) o del órgano de administración (art. 251 TRLSC), el artículo 112.4 LMVSI concede legitimación activa a la CNMV para impugnar el acuerdo correspondiente. El plazo para que esta pueda ejercitar la acción de impugnación es de un año a contar desde que tuvo conocimiento del acuerdo social.

III. BIBLIOGRAFÍA

DEL CAÑO PALOP: «Suspensión de derechos políticos», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 30, 2008, página 26.

DEL CAÑO PALOP: «Suspensión de derechos políticos», en GARCÍA DE ENTERRÍA y ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE (coords.): *La regulación de la OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Madrid: 2009, páginas 558-612 (1.^a edición).

ESCRIBANO GAMIR: «OPA y Régimen Sancionador. (II) Suspensión de derechos políticos», en JUSTE MENCÍA y RECALDE CASTELLS (coords.): *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores en el derecho español*, Valencia: 2010, páginas 652-670.

FLORES DOÑA: «Infracción del deber de promover una oferta pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 2002, Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 2002, págs. 249-260.

IRIBARREN: «Infracción de la obligación de formular una OPA y tutela indemnizatoria», en Almacén de Derecho, 22 de abril de 2016 <<https://almacenederecho.org/infraccion-de-la-obligacion-de-formular-una-opa-y-tutela-indemnizatoria>> [consulta: 16 de marzo de 2021].

PAREDES GALEGO, PEREDA ESPESO y REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO: «Ofertas públicas de adquisición de valores (I)», en SEBASTIÁN QUETGLAS y MARTÍN JORDANO (coords.): *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, Madrid: 2024, páginas 621-690 (4.^a edición).

SÁNCHEZ CALERO: *Ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, Madrid: 2009.

TAPIA HERMIDA, ALONSO LEDESMA y RODRÍGUEZ MARTÍNEZ: «Capítulo 3. OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias», en BENEYTO PÉREZ y LARGO GIL (dirs.): *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Barcelona: 2009, páginas 161-323.

COLECCIÓN
GRANDES TRATADOS
ARANZADI

Esta obra contiene un comentario completo y riguroso de la *Ley de los Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión*, aprobada por la Ley 6/2023, de 17 de marzo.

Se trata de un comentario completo, pues no solo analiza toda la ley, sino también todas aquellas normas de distintos rangos que inciden sobre el contenido en esta norma: reglamentos europeos, reglamentos de desarrollo, recomendaciones de la ESMA y otros supervisores, circulares... Aunque el propio título sugiere la estructura seguida en la obra –comentarios artículo a artículo–, su estructura es ciertamente mixta pues en ocasiones el lector encontrará aportaciones que tratan varios artículos de forma conjunta, todo ello cuando el contenido así lo exige.

Y es un comentario riguroso porque han colaborado en su redacción abogados en ejercicio de diversos despachos profesionales, ilustres profesores en prestigiosas universidades y abogados de empresa y organismos públicos. Todo ello para ofrecer al lector una obra que combina el rigor técnico con la aproximación práctica a los temas.

Es una publicación que aspira a convertirse, en definitiva, en la obra de referencia en su materia para reguladores, operadores de mercado y sus asesores.

ISBN: 978-84-1085-177-1

